

豪迈科技 (002595.SZ) 轮胎模具全球龙头，高端五轴数控机床明日之星

2023年07月03日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

孟鹏飞（分析师）

熊亚威（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

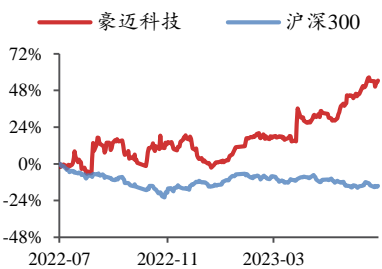
xiongyawei@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790522080004

日期	2023/6/30
当前股价(元)	35.13
一年最高最低(元)	36.50/21.17
总市值(亿元)	281.04
流通市值(亿元)	187.38
总股本(亿股)	8.00
流通股本(亿股)	5.33
近3个月换手率(%)	33.61

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 轮胎模具数控专用机床的发明者，驶入高端五轴数控机床新赛道

公司是轮胎模具全球龙头，轮胎模具专用数控机床的发明者。2012-2022年轮胎模具业务营收保持正增长，对抗多轮行业下行周期。2013年公司向产业链上游延伸设立大型机械零部件业务，开启第二增长曲线，2014-2022年该业务收入CAGR达59%。凭借在专用数控机床领域的经验积累，公司自主研发高端五轴数控机床及核心部件。中期看，大型机械零部件业务受益于风电、燃气轮机需求景气而增长。长期看，高端数控机床自主可控需求迫切，公司的五轴数控机床将凭借性能、价格上的明显优势实现市占率的上升，带动总营收、净利润增速换挡。我们预测公司2023-2025年归母净利润13.7/16.2/18.2亿元，EPS为1.72/2.02/2.28元，当前股价对应PE为20.5/17.4/15.4倍，维持“买入”评级。

● 大型机械零部件下游需求景气，公司作为核心国产供应商迎新一轮增长

大型机械零部件业务主要包括风电、燃气轮机零部件。其中，风电零部件业务受益于2023年风电装机量的显著复苏而增长。新能源调峰致使燃气轮机需求高增，2023年燃气轮机需求预计超过1200万千瓦，支撑燃气轮机零部件需求较2022年产量提升近200%。同时，因我国燃气轮机产业被美日欧垄断，国产零部件需求更旺盛。公司是国内领先的燃气轮机零部件供应商，受益确定性强。

● 高端五轴数控机床位列国内第一梯队，国产替代打开长期成长空间

模具是数控机床的重要下游。公司自成立初期就同时生产模具和模具加工专用数控机床，通过设备和工艺的配合进行迭代，积累了大量数控机床设计制造的经验，可复用到高端五轴数控机床。转台等机床主体部件约占数控机床成本的30%，公司通过自研直驱转台、摇篮转台进一步降低成本、缩短货期，提升产品性价比。同时，自研核心部件使得数控机床整体设计更加协调，性能提升。高端五轴数控机床是国家政策重点支持的卡脖子核心资产，国产化率低于20%，自主可控重要且迫切。公司作为国内领先的供应商，将乘国产替代之风加速成长。

● 风险提示：五轴数控机床市场开拓不及预期，大型机械零部件需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,008	6,642	7,748	9,118	10,687
YOY(%)	13.5	10.6	16.6	17.7	17.2
归母净利润(百万元)	1,053	1,200	1,374	1,617	1,821
YOY(%)	4.6	14.0	14.4	17.8	12.6
毛利率(%)	28.5	28.1	27.8	27.2	26.5
净利率(%)	17.5	18.1	17.7	17.7	17.0
ROE(%)	16.1	16.3	16.3	16.4	15.8
EPS(摊薄/元)	1.32	1.50	1.72	2.02	2.28
P/E(倍)	26.7	23.4	20.5	17.4	15.4
P/B(倍)	4.3	3.8	3.3	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 从全球轮胎模具龙头迈向国产高端数控机床领军者.....	4
1.1、 轮胎模具业务为基，不断拓展新增长点.....	4
1.2、 营收、净利润持续增长，稳定分红彰显价值.....	5
1.3、 2023 年实施股份回购，彰显增长信心.....	6
2、 降本增效实力强，主业轮胎模具稳健增长.....	6
3、 向产业链上游延伸，大型铸件业务打开第二增长曲线.....	8
3.1、 燃气轮机零部件需求旺盛，国产替代助推高增长.....	8
3.1.1、 新能源调峰带动燃气轮机需求高增.....	8
3.1.2、 公司是国内领先的燃气轮机零部件供应商，深度受益于产业链国产替代.....	9
3.2、 下游装机量高增，公司风电零部件业务高景气.....	9
4、 驶入高端五轴数控机床新赛道打开长期成长空间.....	10
4.1、 高端五轴数控机床是国家政策重点支持的卡脖子核心资产.....	10
4.2、 公司是高端五轴数控机床国产替代的主力军.....	12
5、 盈利预测与投资建议.....	14
5.1、 盈利预测.....	14
5.2、 投资建议.....	15
6、 风险提示.....	16
附：财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1： 公司三大业务板块：轮胎模具、大型机械零部件以及高端数控机床.....	4
图 2： 轮胎模具为第一大业务，2022 年营收占比 49%.....	5
图 3： 2012-2022 年，公司营收、归母净利润持续增长.....	5
图 4： 销售毛利率随大型机械零部件业务营收占比提升而小幅下降.....	6
图 5： 上市以来除 2019 年以外持续分红.....	6
图 6： 公司股权稳定，实控人为董事长张恭运.....	6
图 7： 公司营收规模远超巨轮智能.....	7
图 8： 公司净利润持续增长且远超巨轮智能.....	7
图 9： 行业下行期公司轮胎模具业务仍保持增长，韧性十足.....	7
图 10： 公司固定资产周转率高，降低折旧摊薄成本.....	8
图 11： 轮胎模具毛利率水平高于巨轮智能且波动更平缓.....	8
图 12： 2014-2022 年，大型机械零部件收入 CAGR 达到 59%.....	8
图 13： 主要原材料螺纹钢的价格波动导致零部件业务毛利率波动.....	8
图 14： 新能源调峰带动燃气轮机需求高增.....	9
图 15： 全球燃气轮机市场规模有望保持增长.....	9
图 16： 海外巨头垄断国内燃气轮机市场.....	9
图 17： 我国燃气轮机进口金额远高于出口.....	9
图 18： 2023 年风电全年预计装机量达到 7000 万千瓦.....	10
图 19： 2023 年 1-4 月份装机量高于 2022 年同期.....	10
图 20： 风电业务主要生产风电零件以及风电齿轮箱零件.....	10
图 21： 预计 2024 年起国内金属切削机床市场规模同比增速恢复至 10%左右.....	11
图 22： 中国占日本机床总出口额的 30%-40%.....	11

图 23: 日德厂商垄断我国五轴数控机床市场.....	11
图 24: 模具是数控机床的重要下游	13
图 25: 公司生产的直驱转台性能达到国际领先水平.....	13
图 26: 豪迈科技工厂内使用自主研发的五轴数控机床.....	14
表 1: 高端制造顶层设计叠加资金支持, 工业母机产业深化赋能.....	11
表 2: 主营业务拆分 (百万元)	14
表 3: 公司估值低于可比公司平均估值	15

1、从全球轮胎模具龙头迈向国产高端数控机床领军者

1.1、轮胎模具业务为基，不断拓展新增长点

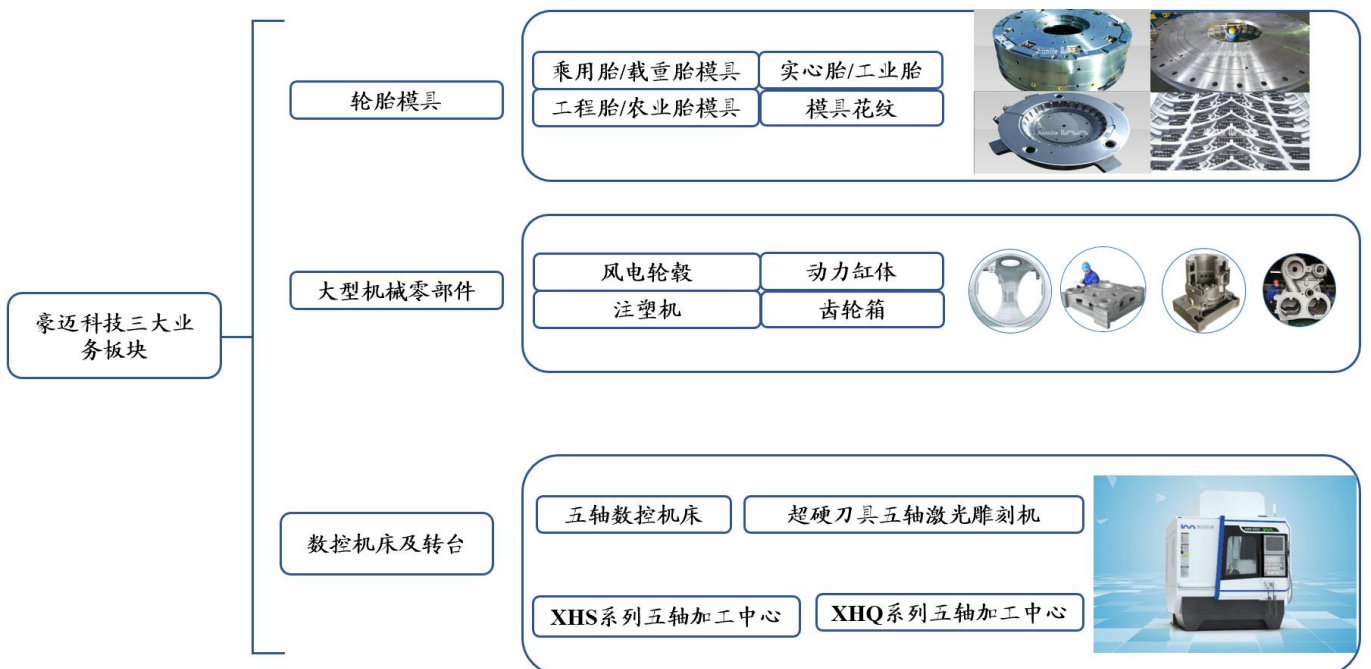
公司是轮胎模具数控加工时代的开拓者。1995-2001年，公司主营轮胎模具专用加工设备，利用自主研发的专用数控电火花成型机床，成功开发了轮胎模具花纹的EDM加工工艺，使轮胎模具的花纹精度大幅度提高，达到国际领先水平。随后公司相继研发了轮胎模具铣花设备、精密分度装置、CNC电极铣床、CNC电火花机床及相关软件，推动中国轮胎模具制造业由手工、半手工操作阶段进入数控加工时代。

2001年，公司进军子午线轮胎模具市场。凭借领先的制造工艺以及设备、原材料自研自产带来的降本增效，迅速成长为全球领先的轮胎模具供应商，与全球前75名轮胎生产商中的66家建立了紧密的合作关系。

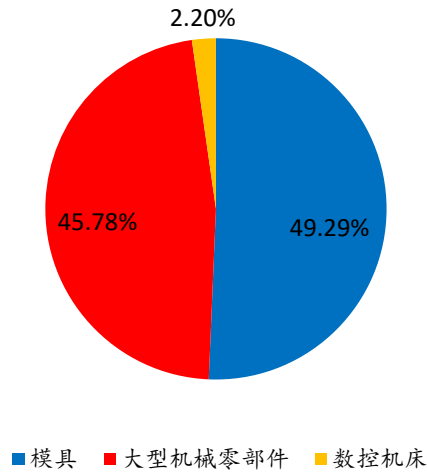
2013年，公司使用超募资金收购山东豪迈机械制造有限公司的大型燃气轮机零部件加工项目，开启第二增长曲线。目前豪迈科技的大型零部件机械业务已扩展至蒸汽轮机、风电、发电机等零部件，核心客户包括GE、西门子、日本三菱集团等。

2022年公司数控机床对外销售，打开长期成长空间。1995年成立以来，公司紧密跟踪数控机床前沿技术的进展，目前已成功自主研发五轴联动加工中心、精密加工中心以及核心部件直驱转台、摇篮转台。高端五轴数控机床国产化率低于20%，国产替代打开公司的长期成长空间。

图1：公司三大业务板块：轮胎模具、大型机械零部件以及高端数控机床



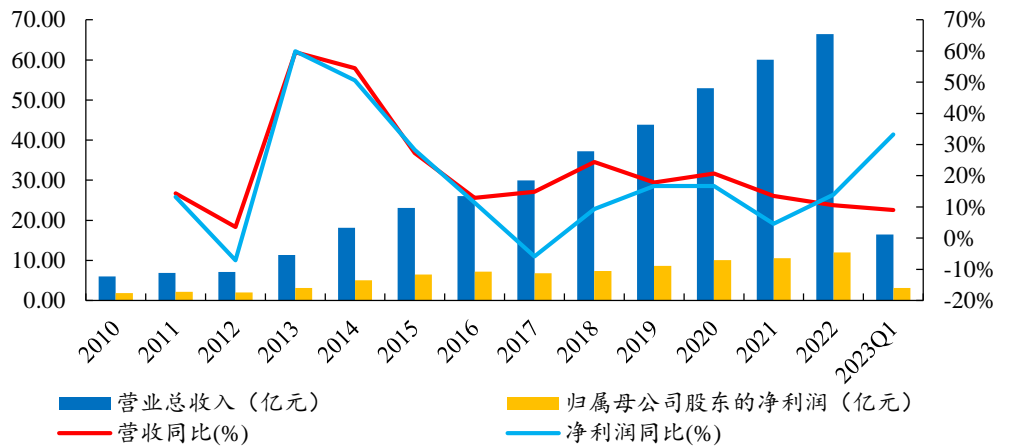
资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2：轮胎模具为第一大业务，2022 年营收占比 49%


数据来源：Wind、开源证券研究所

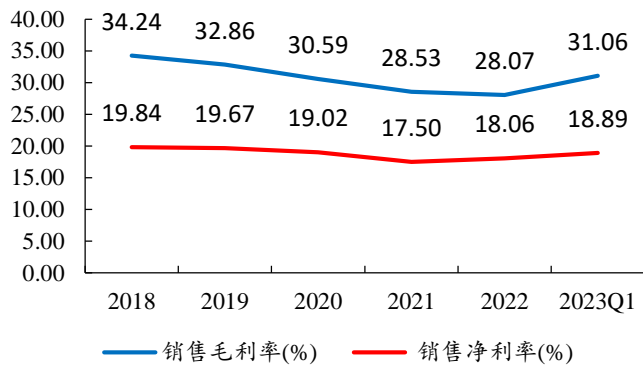
1.2、营收、净利润持续增长，稳定分红彰显价值

稳固的轮胎模具龙头地位以及公司优秀的降本增效实力保障了主业轮胎模具的稳健增长。大型零部件机械产品业务受益于新能源调峰带来的燃气轮机高需求以及风电装机量的提升实现营收的快速增长。2012-2022 年，公司主营业务营收 CAGR 为 25%，归母净利润 CAGR 为 20%。

图3：2012-2022 年，公司营收、归母净利润持续增长


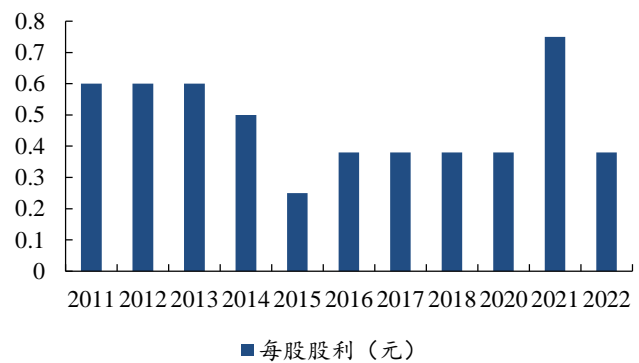
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：销售毛利率随大型机械零部件业务营收占比提升而小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：上市以来除 2019 年以外持续分红

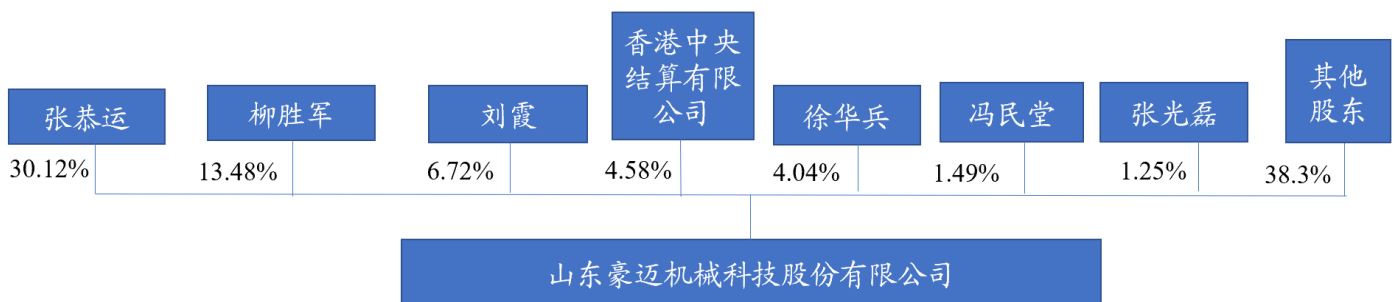


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、2023 年实施股份回购，彰显增长信心

张恭运为公司董事长、实控人，直接持有公司 30.12%股份，曾参与公司轮胎模专用电火花成型机床、轮胎模专用数控刻字机床等系列专用数控设备的研发。

图6：公司股权稳定，实控人为董事长张恭运



资料来源：Wind、开源证券研究所 注：日期为 2022 年年报

公司全资持有天津豪迈模具有限公司、辽宁豪迈科技有限公司、昆山豪迈机械科技有限公司、山东豪迈激光设备有限公司、豪迈巴西工业设备贸易有限公司、GLOBALMANUFACTURINGSERVICESINC.六家子公司，并在泰国、印度、印尼、欧洲、越南设有海外子公司，实现全球化布局，从而更好地服务下游客户并降低运输成本等不利因素。

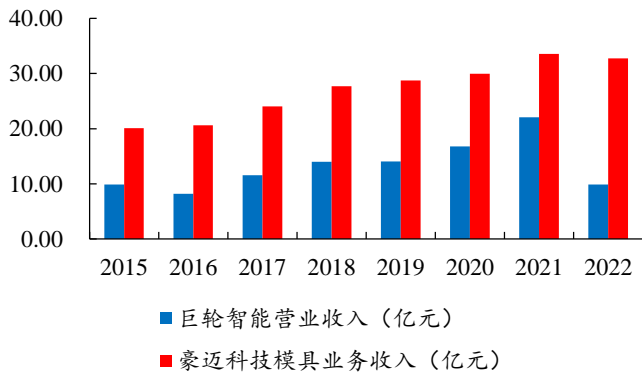
2022 年确立了数控机床对外销售战略后，2023 年 5 月公司便发布了股份回购公告，彰显高端五轴数控机床国产替代带给公司的增长信心。根据公司公告，公司拟使用自有资金回购股份用于后期实施股权激励或员工持股计划。拟回购资金总额不低于人民币 5,000 万元（含）且不超过人民币 10,000 万元（含），回购价格不超过人民币 38.00 元/股（含）。

2、降本增效实力强，主业轮胎模具稳健增长

轮胎模具行业市场格局稳定且份额头部集中，公司是全球龙头。轮胎模具行业市场集中度明显，国际上，除业界附属于轮胎制造商的几家自有模具企业外，专业的轮胎模具制造规模以上企业并不多。国内来看，公司轮胎模具业务营收、归母净

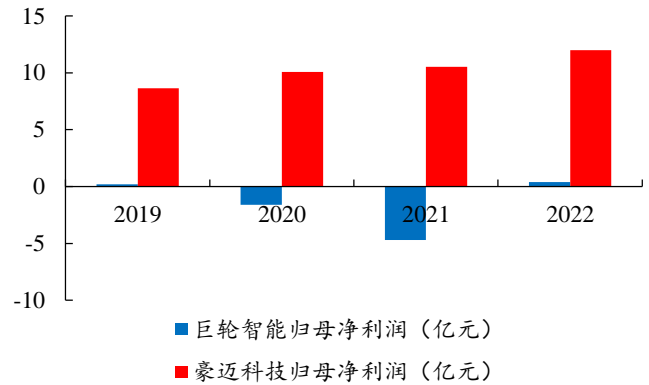
利润远超行业内主要可比公司巨轮智能。

图7：公司营收规模远超巨轮智能



数据来源：Wind、开源证券研究所

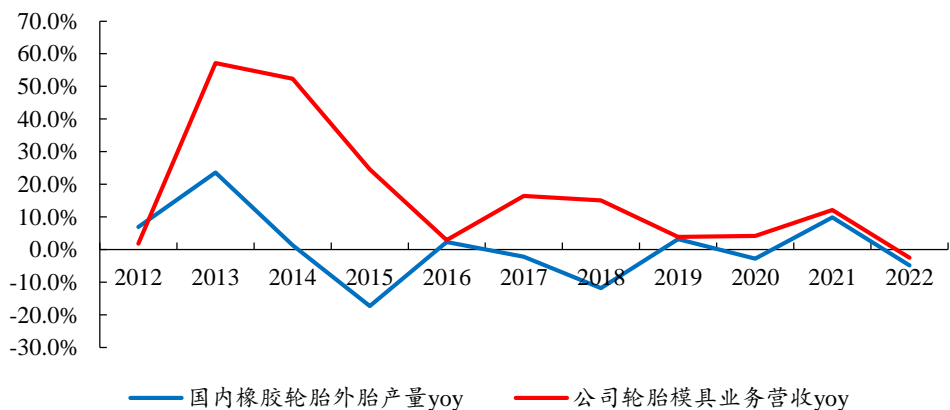
图8：公司净利润持续增长且远超巨轮智能



数据来源：Wind、开源证券研究所

2012-2021 年国内轮胎行业多次出现负增长，但公司轮胎模具业务营收始终保持正增长，业绩韧性强。

图9：行业下行期公司轮胎模具业务仍保持增长，韧性十足

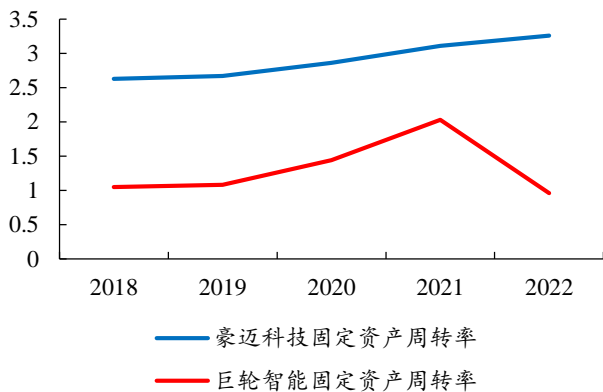


数据来源：Wind、中国橡胶工业协会、华经情报网、开源证券研究所

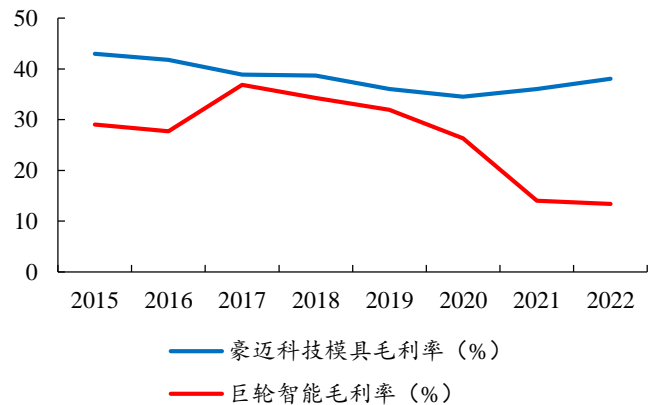
设备自研、工艺领先、原材料自产三大优势实现降本增效，铸就护城河，公司轮胎模具业务毛利率稳定且高于行业内可比公司巨轮智能。

设备和工艺：自研轮胎模具数控机床，相比行业内可比公司巨轮智能等进口国外百万元数控雕刻机床有明显成本优势。固定资产周转率高，固定资产折旧的分摊降低可摊薄模具产品的单位成本。设备和工艺共同迭代提高生产效率，根据公司招股书说明书，早在 2011 年上市前后，公司乘用车模具、载重胎模具生产周期已经降低至行业平均水平的 1/2。

原材料：铸锻件是是公司轮胎模具类产品、机床类产品的重要毛坯材料。2011 年公司通过募投建设高端精密铸锻中心向产业链上游延伸，抵御由于铸锻件价格上涨带来的毛利率波动。

图10: 公司固定资产周转率高, 降低折旧摊薄成本


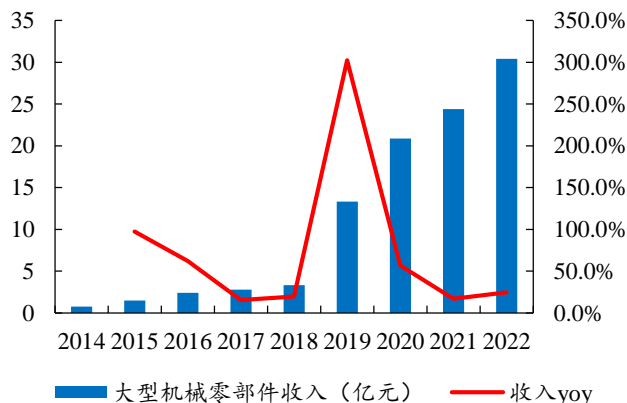
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 轮胎模具毛利率水平高于巨轮智能且波动更平缓


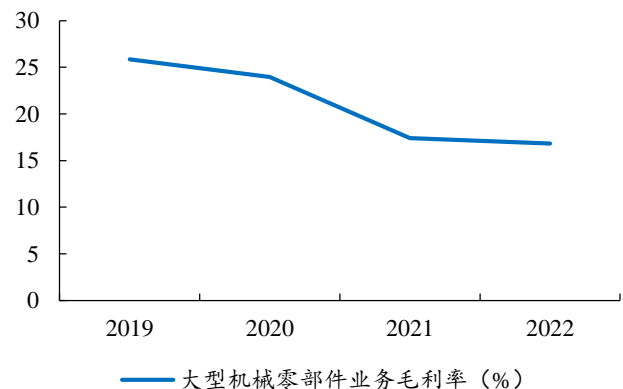
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、向产业链上游延伸, 大型铸件业务打开第二增长曲线

公司大型机械零部件产品以风电、燃气轮机能源类产品零部件的铸造及精加工为主。

图12: 2014-2022 年, 大型机械零部件收入 CAGR 达到 59%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 主要原材料螺纹钢的价格波动导致零部件业务毛利率波动


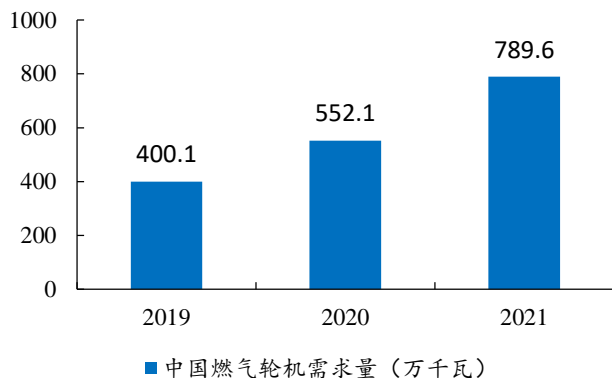
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.1、燃气轮机零部件需求旺盛, 国产替代助推高增长

3.1.1、新能源调峰带动燃气轮机需求高增

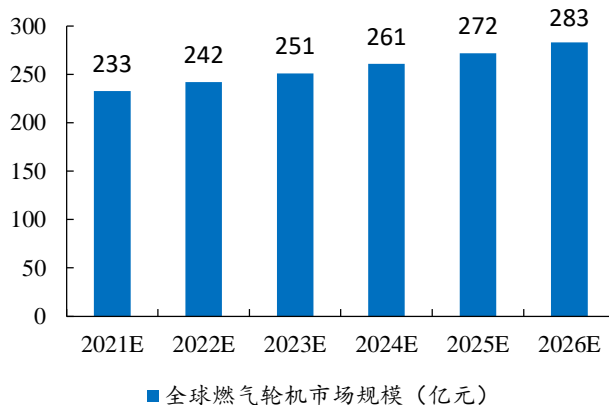
燃气轮机发电是灵活性电源的重要组成部分, 新能源调峰致使燃气轮机需求高增。根据中研网数据, 2022 年我国燃气轮机产量为 405.63 万千瓦, 需求量约为 679.86 万千瓦, 产需比不足 60%。2022 年新能源装机 120GW (风电+光伏), 根据风电网以及中国光伏行业协会预计, 2023 年新能源装机 200GW, 同比增幅超过 66.7%, 带来更迫切的调峰需求, 燃气轮机需求预计超过 1100 万千瓦, 支撑燃气轮机零部件需求较 2022 年产量提升 280%。

图14：新能源调峰带动燃气轮机需求高增



数据来源：中研普华产业研究院、开源证券研究所

图15：全球燃气轮机市场规模有望保持增长

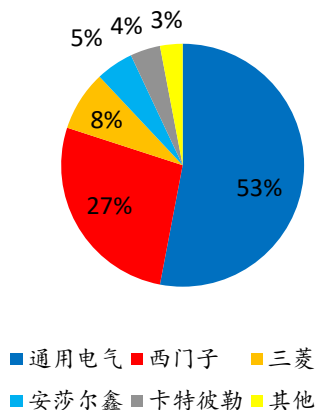


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

3.1.2、公司是国内领先的燃气轮机零部件供应商，深度受益于产业链国产替代

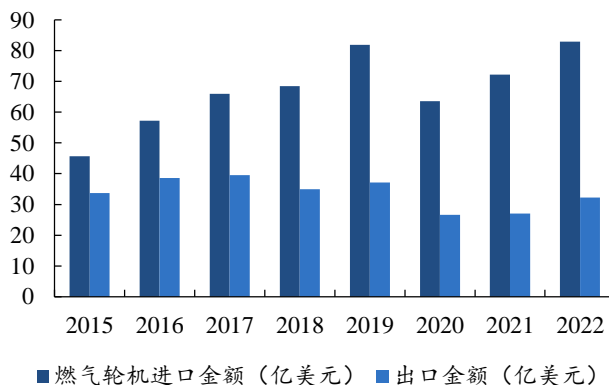
我国燃气轮机产业发展较晚，国内市场基本被美欧日厂商垄断。GE、日本三菱、德国西门子三家公司在国内市占率共计 88%，国产燃气轮机厂商主要包括上海电气、东方电气、哈尔滨电气和南京汽轮机电机。根据海关总署数据，2022 年燃气轮机进口 82.93 亿美元，出口 32.29 亿美元，进口金额远高于出口。

图16：海外巨头垄断国内燃气轮机市场



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图17：我国燃气轮机进口金额远高于出口



数据来源：中国海关、开源证券研究所注：海关数据为“涡轮喷气发动机，涡轮螺旋桨发动机及其他燃气轮机”

国产燃气轮机设备实现自主可控离不开对上游零部件产业的扶持。公司是国内领先的燃气轮机大型零部件供应商，与三菱、西门子、GE、东方电气等国际龙头长期合作，大型机械零部件业务受益于国产替代需求而增长。

3.2、下游装机量高增，公司风电零部件业务高景气

2023 年以来风电装机量显著复苏，下游需求景气度上升扩大公司市场空间。经历了 2020 年风电陆上“抢装”，2021 年海上风电“抢装”，2022 年风电装机量显著回落，全年度处于低迷期，全年装机仅 37.63GW，但 2022 年风机招标达到 109GW，达到历史招标新高，订单预计在 2023 年逐步释放，2023 年以来风电装机量回升明显，1-4 月装机量达到 14.22GW，达到 2022 年全年装机量的 38.47%，比 2022 年同期装

机量相比上升 45.40%。根据中国可再生能源学会风能专业委员会秘书长秦海岩预计，2023 年全年装机 70GW，较 2022 年提升 86%。

图18：2023 年风电全年预计装机量达到 7000 万千瓦

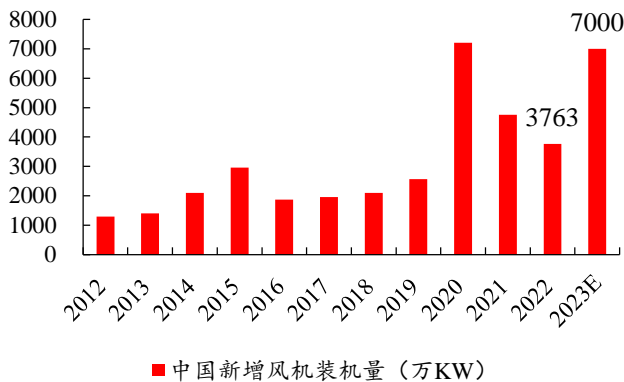
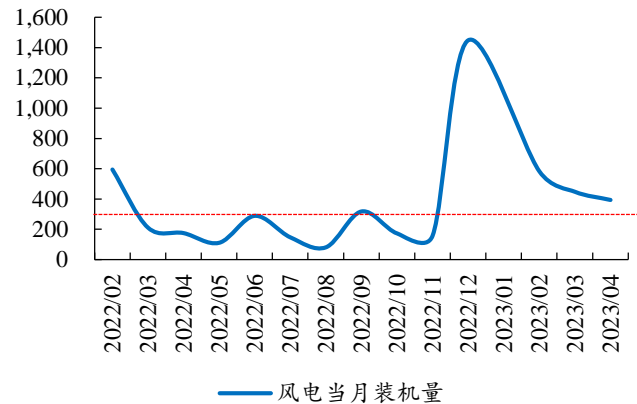


图19：2023 年 1-4 月份装机量高于 2022 年同期

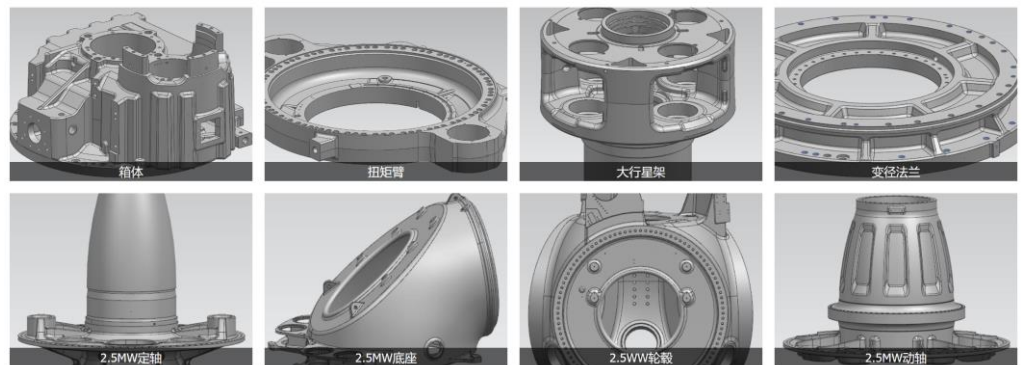


数据来源：Wind、中国可再生能源学会风能专业委员会、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司在风电零部件深耕多年，与 GE、西门子、中车、上海电气等厂商紧密合作，业绩有望迎行业景气回升增长。豪迈科技目前形成了以轮毂、底座产品为代表的大风电零件业务板块和以行星架、扭矩臂、法兰、箱体、齿圈产品为代表的齿轮箱零件业务板块，能够为客户提供铸件+焊接+加工+喷涂+检验+售后的一站式服务，产品涵盖陆上风电零件和海上风电零件，具备提供 20MW 及以上风机零部件制造的能力。

图20：风电业务主要生产风电零件以及风电齿轮箱零件



资料来源：豪迈科技官网

4、驶入高端五轴数控机床新赛道打开长期成长空间

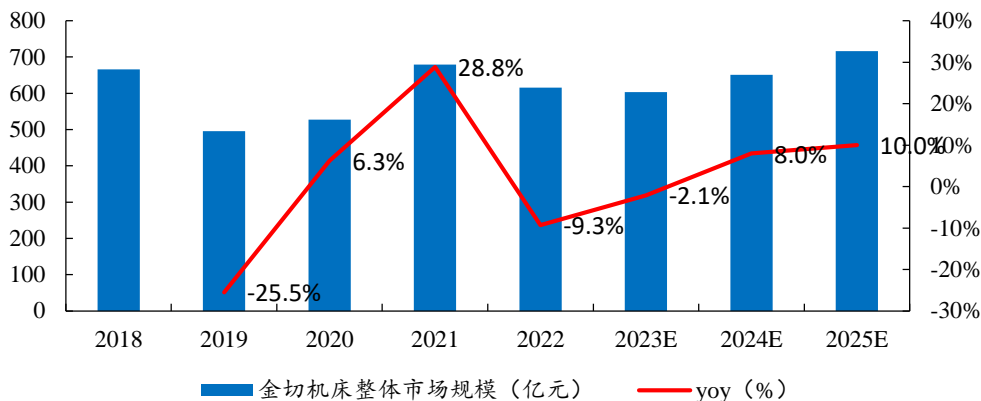
4.1、高端五轴数控机床是国家政策重点支持的卡脖子核心资产

五轴联动数控机床更易于实现多工序复合加工，具有更高的加工效率和精度，在航空航天、军工、新能源汽车零部件加工等领域具有不可替代的地位。以航空航天领域为例，高端五轴数控机床是解决航天、航空发动机叶轮、叶盘、叶片、船用螺旋桨等关键工业产品切削加工的唯一手段。

高端五轴数控机床市场规模增速跑赢行业。根据 QY Research 数据，2021 年全

球五轴机床市场空间 74.8 亿美元，我国五轴机床市场规模约为 150-200 亿元。以新能源产业为代表的民用市场和以航空军工为代表的高景气需求将推动高端五轴数控机床增速跑赢整个数控机床行业。

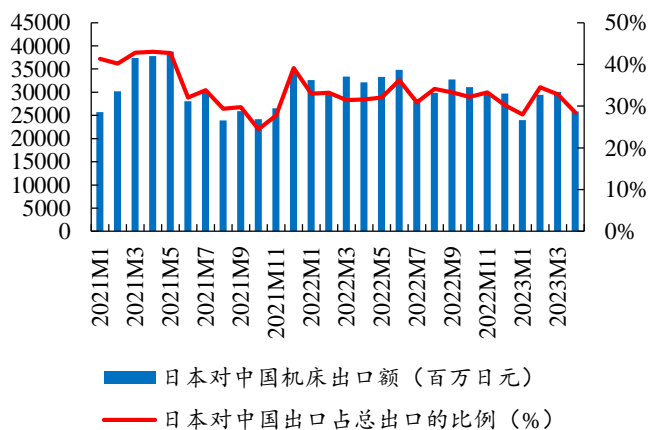
图21：预计 2024 年起国内金属切削机床市场规模同比增速恢复至 10%左右



数据来源：MIR、开源证券研究所

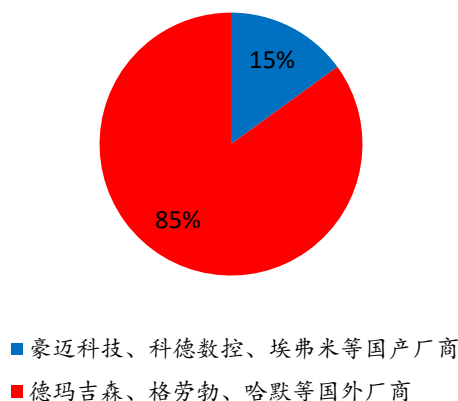
我国高端五轴数控机床国产化率仍低于 20%，在主要进口国不断出台出口管制的背景下，自主可控重要性与迫切性凸显。据日本产经新闻报道，日本政府于 2022 年 12 月把机床指定为“特定重要物资”，并于 2023 年 3 月份扩大了审查范围，旨在摆脱外部依赖，限制特定方向上的出口。日本和德国的高端机床和核心部件在中国市场份额占比超过 50%，凸显高端数控机床自主可控重要性和迫切性。

图22：中国占日本机床总出口额的 30%-40%



数据来源：JMTBA、开源证券研究所

图23：日德厂商垄断我国五轴数控机床市场



数据来源：开源证券研究所 注：五轴机床国产化率 10%-20%，此图以 15% 计算

国家政策从高端制造顶层设计及资金支持两方面深化赋能工业母机产业。豪迈科技作为稀缺的高端五轴数控机床供应商将深度受益，实现市占率的进一步提升。

表1：高端制造顶层设计叠加资金支持，工业母机产业深化赋能

日期	来源	核心内容
2015.05	中国制造 2025	开发一批精密、高速、高效、柔性数控机床；加快高档数控机床等前沿技术、装备的研发

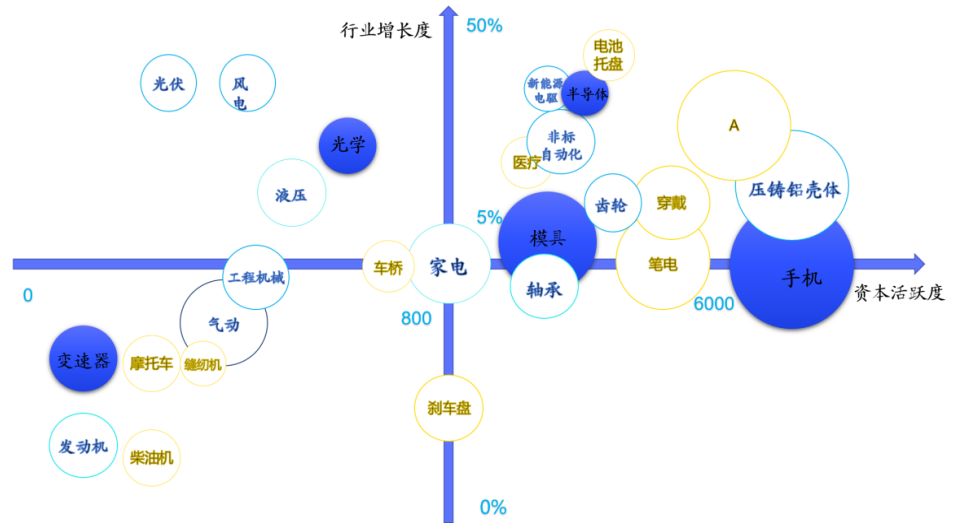
日期	来源	核心内容
2018.05	两院院士大会	工业母机、高端芯片、基础软硬件、开发平台、基本算法、基础元器件、基础材料等瓶颈仍然突出，关键核心技术受制于人的局面没有得到根本性改变。
2022.7.26	国家产业基础专家委员会《产业基础创新发展目录（2021年版）》	新增工业基础软件，构成了“五基”（即，基础零部件和元器件、基础材料、工业基础软件、基础制造工艺及装备、产业技术基础）创新发展目录。
2022.8月	国家制造业转型升级基金	战略入股了苏州长城精工科技股份有限公司。长城精工具备先进的精密轴承生产技术，为北京精雕、海德曼、爱贝科等国内机床工具优秀企业供货。
2022.9.6	工信部	做好工业母机行业顶层设计，统筹产业、财税、金融等各项政策，积极推进专项接续，进一步完善协同创新体系和机制，突破核心关键技术，强化产业基础，培育优质企业和产业集群，保持产业链供应链稳定，推动工业母机行业高质量发展。
2022.9.18	证监会	首批两只中证机床ETF获批 ，其追踪的中证机床指数从沪深市场中选取50只业务涉及机床整机及其关键零部件制造和服务的上市公司证券作为样本，涵盖机床主机、数控系统、主轴、刀具等供应链关键环节。
2022.9.27	-	首个中国主导的机床数控系统系列国际标准ISO23218-2正式发布 ，表明我国在04专项支持下建立的“高档数控系统技术标准体系”成果得到了国际认可，能够助力国产数控系统企业产品的推广。
2022.10.16	党的二十大报告	产业链、供应链安全；强调将国家安全提到非常突出的地位， 尤其是军工领域的自主可控，包含军工制造装备——高端五轴数控机床的自主可控。
2023.2.10	国资委《关于做好2023年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》	加快传统产业改造升级，推动高端化、智能化、绿色化发展和数字化转型，加大制造业技术改造投资， 推动集成电路和工业母机产业快速发展。

资料来源：工信部、新华网、中国机床工具工业协会、《产业基础创新发展目录（2021版）》、中国证券报、中国工业网、开源证券研究所

4.2、公司是高端五轴数控机床国产替代的主力军

模具是机床的重要下游，公司最大的优势是同时生产模具和模具加工专用数控机床，积累了大量数控机床研发制造的经验。数控机床研发制造 know-how 的积累必须结合下游应用场景的工艺进行研究。公司自成立之初便自研自产轮胎模具专用数控机床设备。1998-2015年，通过与模具制造工艺进行配合，轮胎模具数控机床实现平均一年到一年半的迭代速度，目前公司的轮胎模具专用数控机床的各项指标已达到世界领先水平。

图24：模具是数控机床的重要下游

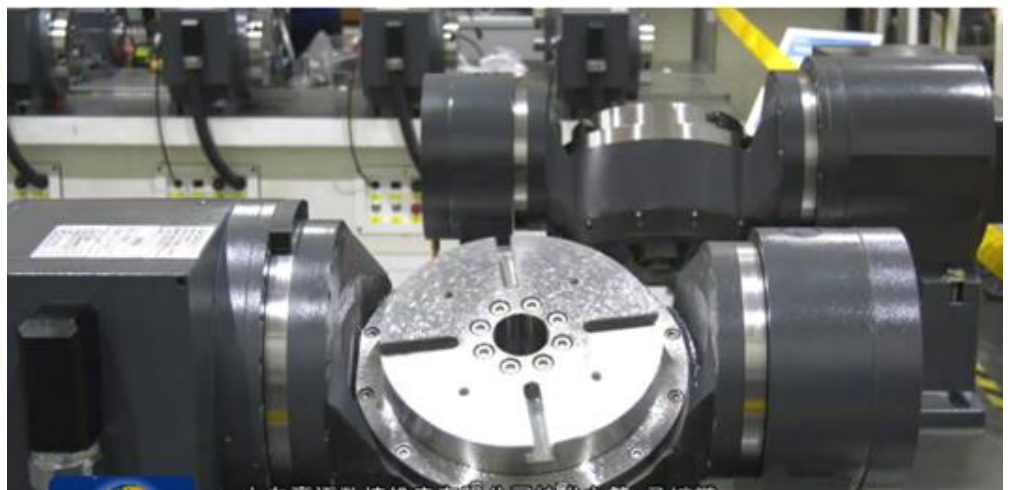


资料来源：数控系统论坛发那科演讲

凭借在专用数控机床领域的经验积累，公司成功开发高端五轴数控机床以及核心部件。公司目前已经实现了五轴加工中心、精密加工中心、超硬刀具五轴激光雕刻机等高端数控机床以及关键部件直驱转台、摇篮转台的自研。下游应用领域也从模具制造拓展到工程机械、轨道交通、汽车制造、3C 电子等领域。

核心部件的自研保障高端数控机床的性能，提升机床性价比。自研核心部件使得机床整体设计更加协调，性能得到保障。目前，豪迈科技自研的直驱转台定位精度达到 10 角秒，已经实现替代进口。转台、导轨等机床主体部件约占数控机床成本的 30%，自研零部件可以进一步降低成本、缩短货期，提升产品性价比。

图25：公司生产的直驱转台性能达到国际领先水平



资料来源：高密融媒微信公众号

豪迈五轴机床技术指标达到国际领先水平。豪迈机床加工的涡旋，表面粗糙度 <math>< 0.5</math> 个微米，轮廓精度达到 $\pm 0.003\text{mm}$ ，可以与国外顶尖同类型机床相媲美；自制五轴机床搭载直驱转台加工的 S 试件，面轮廓精度达到 $\pm 0.01\text{mm}$ ，远超国标 $\pm 0.06\text{mm}$ 。截至 2022 年，公司工厂中+专用的数控机床 2000 台，70%为自研设备，自研设备的性能都能对标甚至超过工厂内外购的海外设备。

图26：豪迈科技工厂内使用自主研发的五轴数控机床


资料来源：高密融媒微信公众号

2022年是公司数控机床的外销元年，未来五轴数控机床市占率提升、扭亏为盈。2022年8月，母公司将机床业务相关的存货、机械设备、人员等划拨到豪迈机床公司，数控机床产品由对内使用开始面向市场对外销售。2022年实现营业收入1.46亿元，同比增长65.22%，净利润-248.8万元。长期看，在工业母机产业自主可控的驱动下，公司产品将凭借性能、价格上的明显优势在五轴机床领域实现市占率的上升，规模效应带动数控机床业务扭亏为盈。

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

轮胎模具业务下游轮胎行业基本成熟，行业增长平缓，公司龙头地位稳固。我们预计此项业务2023-2025年营收增速维持5%/5%/5%。

燃气轮机受益于电力调峰，装机景气度上行。风电装机量明显复苏。公司作为核心零部件供应商受益。我们假设2023-2025年大型机械零部件业务维持25%的年增长率。

数控机床业务：人员、产能储备完善，产品定位高端，国产替代助推高增长。我们预计2023-2025年营收增速为100%/70%/30%。

由于毛利率较低的大型机械零部件业务营收占比提升，高端数控机床处于市场开拓期规模效应尚未显现。我们预计，2023-2025年公司综合毛利率呈小幅下降趋势，分别为27.8%/27.2%/26.50%。

表2：主营业务拆分（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,294.48	6,008.33	6,642.23	7,748.15	9,117.85	10,687.08
YoY	20.68%	13.48%	10.55%	16.65%	17.68%	17.21%

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
综合毛利率	30.59%	28.53%	28.07%	27.83%	27.16%	26.47%
模具						
营业收入(百万元)	2993.90	3357.47	3273.97	3437.67	3609.55	3790.03
YoY	4.17%	12.14%	-2.49%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	34.51%	36.08%	38.04%	37.00%	37.00%	37.00%
大型零部件机械产品						
营业收入(百万元)	2087.40	2441.08	3040.80	3801.00	4751.25	5939.07
YoY	56.73%	16.94%	24.57%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	23.96%	17.43%	16.84%	17.00%	17.00%	17.00%
数控机床						
营业收入(百万元)	0.00	0.00	145.67	291.34	495.27	643.85
YoY	-	-	-	100.00%	70.00%	30.00%
毛利率	-	-	31.60%	33.00%	33.00%	33.00%
其他						
营业收入(百万元)	110.86	209.78	181.79	218.15	261.77	314.13
YoY	-6.55%	89.23%	-13.34%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	21.64%	-	-	65.00%	65.00%	65.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、投资建议

我们选择主营产品包括高端五轴数控机床的科德数控、拓斯达、纽威数控作为可比公司，对应 2023-2025 年平均 PE 为 43.4、30.5、22.8 倍。我们预测公司 2023-2025 年营收为 77.48/91.18/106.87 亿元，归母净利润 13.7/16.2/18.2 亿元，EPS 为 1.72/2.02/2.28 元，当前股价对应 PE 为 20.5/17.4/15.4 倍，低于可比公司平均估值。

公司主业扎实，大型机械零部件业务受益于下游需求景气而增长，高端五轴数控机床在国产替代的迫切需求下逐步放量。公司将迎来营收、净利润增速换挡，维持“买入”评级。

表3：公司估值低于可比公司平均估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688305.SH	科德数控	100.01	-17.04	89.85	47.26	42.48	136.41	71.12	48.29	33.89	0.65	1.23	1.81	2.58
300607.SZ	拓斯达	14.88	144.16	60.9	46.1	25.8	39.2	24.4	16.7	13.3	0.38	0.60	0.88	1.11

证券代码	证券简称	收盘价		归母净利润增速 (%)						PE (倍)			EPS	
		(元)	(元)											
688697.SH	纽威数控	25.99	55.59	29.62	24.69	20.73	28.41	22.37	17.94	14.86	0.80	1.04	1.30	1.57
		可比公司平均						43.4	30.5	22.8				
002595.SZ	豪迈科技	35.15	14.0	14.4	17.8	12.6	23.4	20.5	17.4	15.4	1.50	1.72	2.02	2.28

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 表中豪迈科技、拓斯达数据来自开源证券研究所, 其他来源为 Wind 一致预期, 最新收盘日为 2023 年 6 月 28 日

6、风险提示

五轴数控机床市场开拓不及预期, 大型机械零部件需求不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4792	5570	6164	7594	9096
现金	411	622	3265	4401	5371
应收票据及应收账款	1849	2468	0	0	0
其他应收款	21	11	26	17	33
预付账款	90	64	116	96	152
存货	1450	1623	1974	2298	2757
其他流动资产	971	783	783	783	783
非流动资产	2852	3022	3086	3180	3271
长期投资	416	277	139	0	-138
固定资产	1910	2168	2346	2562	2780
无形资产	350	358	375	383	391
其他非流动资产	176	219	226	235	238
资产总计	7644	8592	9250	10774	12367
流动负债	1006	1092	676	734	695
短期借款	225	130	130	130	130
应付票据及应付账款	299	370	0	0	0
其他流动负债	482	592	547	604	565
非流动负债	127	157	157	158	158
长期借款	0	0	0	1	1
其他非流动负债	127	157	157	157	157
负债合计	1133	1249	834	892	853
少数股东权益	6	6	5	4	2
股本	800	800	800	800	800
资本公积	509	527	527	527	527
留存收益	5053	6007	7196	8543	9982
归属母公司股东权益	6505	7338	8411	9879	11512
负债和股东权益	7644	8592	9250	10774	12367

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	118	555	3180	1547	1455
净利润	1051	1200	1373	1616	1820
折旧摊销	260	288	257	305	361
财务费用	51	-62	-56	-105	-122
投资损失	-36	-32	-29	-30	-32
营运资金变动	-1188	-948	1647	-224	-553
其他经营现金流	-20	110	-11	-15	-19
投资活动现金流	-170	-231	-290	-367	-420
资本支出	210	369	459	538	591
长期投资	-4	114	138	139	139
其他投资现金流	44	24	31	32	33
筹资活动现金流	186	-128	-248	-44	-66
短期借款	-145	-95	0	0	0
长期借款	-2	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	18	0	0	0
其他筹资现金流	333	-51	-248	-45	-66
现金净增加额	118	210	2643	1136	970

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6008	6642	7748	9118	10687
营业成本	4294	4778	5592	6641	7858
营业税金及附加	60	59	83	93	106
营业费用	67	73	95	100	121
管理费用	152	159	197	229	266
研发费用	259	295	321	380	456
财务费用	51	-62	-56	-105	-122
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	33	16	23	26	25
公允价值变动收益	6	-16	-2	-3	-4
投资净收益	36	32	29	30	32
资产处置收益	8	3	4	5	5
营业利润	1197	1354	1579	1851	2075
营业外收入	4	3	2	3	3
营业外支出	5	4	5	4	4
利润总额	1197	1353	1577	1849	2074
所得税	145	153	204	233	254
净利润	1051	1200	1373	1616	1820
少数股东损益	-2	-0	-1	-1	-2
归属母公司净利润	1053	1200	1374	1617	1821
EBITDA	1458	1630	1784	2048	2297
EPS(元)	1.32	1.50	1.72	2.02	2.28

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	13.5	10.6	16.6	17.7	17.2
营业利润(%)	2.0	13.1	16.6	17.2	12.1
归属于母公司净利润(%)	4.6	14.0	14.4	17.8	12.6
获利能力					
毛利率(%)	28.5	28.1	27.8	27.2	26.5
净利率(%)	17.5	18.1	17.7	17.7	17.0
ROE(%)	16.1	16.3	16.3	16.4	15.8
ROIC(%)	15.6	15.9	15.5	15.2	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	14.8	14.5	9.0	8.3	6.9
净负债比率(%)	-2.4	-6.2	-36.9	-42.9	-45.2
流动比率	4.8	5.1	9.1	10.3	13.1
速动比率	2.7	3.1	5.3	6.4	8.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.6	3.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	14.7	14.3	30.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.50	1.72	2.02	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.69	3.98	1.93	1.82
每股净资产(最新摊薄)	8.13	9.17	10.51	12.35	14.39
估值比率					
P/E	26.7	23.4	20.5	17.4	15.4
P/B	4.3	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	19.2	17.0	14.0	11.7	10.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn